

Lentner Csaba

# *A lakossági devizahitelezés kialakulásának és konszolidációjának rendszertani vázlat*

**ÖSSZEFOGLALÓ:** Jelen esszé bemutatja a magyar háztartások túlméretezett devizahitelezésének kialakulását, felelősségi körét és következményeit. Kitér a 2010-től meginduló konszolidációs folyamatokra, amelyek egyik fő eredményeként Magyarország kormánya és a 2013-tól új típusú monetáris politikát megvalósító Magyar Nemzeti Bank több százezer családot mentett meg a pénzügyi csődtől. A neoliberális gazdaságpolitika világszerte, így Magyarországon is gyenge hatékonyságának kompenzálására igénybe vette a magas kockázatú hiteleket, sőt státusának megőrzése érdekében a lakosság túlzott eladósodását lehetővé tevő bankszabályozási eszközöket alkalmazott. A lakosság hitelerő képességét meghaladó kölcsönfolyósítás a rendszerváltozási folyamat elvárt gazdasági-jövedelmi felzárkózást nem eredményező áthidalására, továbbá a nemzetközi térben kialakult túlhitelezési technikák globalizálódásából, így Magyarországra való tovatérjedéséből fakad.<sup>1</sup>

**KULCSSZAVAK:** közgazdasági módszertan, lakossági eladósodás, családi gazdálkodás, pénzgazdálkodás, devizahitelezés, pénzügypolitika, kockázatkezelés

**JEL-kód:** B41, D1, E51, G32, H12

## MAGYAR ADÓSSÁGRENDSZERTAN – NEMZETKÖZI ÖSSZEFÜGGÉSEKKEL

A háztartások hitelképességüket meghaladó hitelezése, a vállalati eladósodás és az országok adósságcsapdába kerülése egymással összefüggő, egymásból következő jelenségek, amelyek az 1970-es évek óta a világ egyik leg súlyosabb problémáját jelentik. A világ bruttó hazai termékének (GDP) arányában az 1970-es évek közepe óta figyelhető meg egy markáns közadósság-növekedés, amely a 2000-es évektől újabb lendületet vett: 1970-ben a világ GDP-arányos államadóssága 25 százalékot tett ki,

2000-ben 35 százalékot, 2010-ben pedig már 70 százalékot.

Az Amerikai Egyesült Államok GDP-arányos államadóssága az 1970-es évek végének 30 százalékaról az 1990-es évekre megduplázódott, 2010 után pedig már folyamatosan meghaladja a 100 százalékot. Az euróözone tagállamainak adósságállománya ugyancsak közelíti a GDP 100 százalékát (92,1 százalék volt 2014. év végén), amely a 2000. évhez képest egyharmados emelkedést jelent, ám a jelenlegi válság előtti időszakot már egy nagyon markáns, általános növekedés kísérte. Érdekes ebből a szempontból két eléggé eltérő közpénzügyi kultúrával és gyakorlattal jellemezhető nyugat-európai országot, Franciaországot és Németor-

*Levelezési e-cím:* [dr.lentnercsaba@gmail.com](mailto:dr.lentnercsaba@gmail.com)

szágot összevetni. Franciaország államadóssága 1981-ben a GDP 20 százalékára volt tehető, ami a válság kitörését jelentő 2007-es évre csaknem 64 százalékra ment fel, majd a krízishez köthetően 95 százalék fölé emelkedett az adósságmutató. Németország más pályát írt le, de összességében sok éven át itt is a növekedés volt jellemző: a német adósságráta az 1990-es évek közepén 55 százalék körül állt, majd innen 2007-re 65 százalék, 2011-re pedig 80 százalék fölé emelkedett<sup>2</sup>. A kelet-európai régió helyzete természetesen különbözött a nyugat-európaiktól. 2004 és 2007 között a térség uniós tagország államainak többségében vagy csökkent az államadósság, vagy stagnált, az egyetlen kivétel Magyarország volt, ahol 2002 és 2010 között a GDP-arányos adósságráta 31,7 százalékponttal emelkedett.

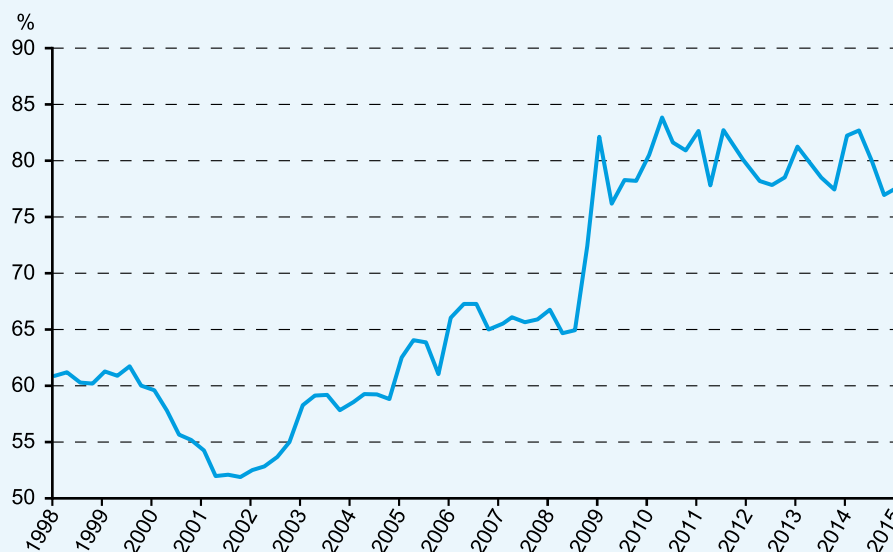
A feltörekvő, gazdasági rendszert váltó országok esetében a külföldi pénzeszközben történő eladósodást feltételezve óhatatlanul megjelenik az árfolyamkockázat is, amely – az adósságok eredeti szinten állása esetén is, nemzeti fizetőeszközzé átszámolva – megnövelt és sok esetben már kigazdálkodhatatlan adósságszolgálatot jelent. Az 1970-es években a világgazdaság többi országához hasonló teljesítőképességi problémák mutatkoztak Magyarországon is. 1979-re az adósságállomány már meghaladta a 10 milliárd dollárt. A hitelállomány folyamatos növekedésében a világ-gazdasági események, az olajválság begyűrűző hatásai, de a hibás gazdaságpolitika, a korszerűtlen gazdasági szerkezet is jelentős szerepet játszottak. A politikai rendszerváltozás kezdetére Magyarország külső adósságállománya 21 milliárd dollárra emelkedett.

Az 1980-as évek végétől elinduló neoliberális piacgazdasági átmenetben, a Washingtoni Konszenzus alapfilozófiája alá rendelt és az ezzel azonos eszmekörű IMF követeléseit érvényesítő magyar gazdaságpolitika piacgazdasági reformokat hajtott végre. Ennek egyik következményeként rendszerspecifikus jelen-

ségként állandósult a növekvő mértéket öltő költségvetési hiány<sup>3</sup> aminek a mérséklésére hivatott – akkori korszellem szerinti – megszorító intézkedések és a deficit áthidalását szolgáló, folyamatossá váló külföldi hitelek ugyancsak a magyar rendszerváltó gazdaság általános jellemzőivé váltak. A költségvetési hiány és a vele együttjáró államadósság kezelhetetlenné a 2002-től kibontakozó kormányzati politika következtében vált, amelynek hatásait – a 2010 és 2013 között végbement sikeres fiskális konszolidáció ellenére – máig érezzük.<sup>4</sup> Az ezredfordulót követő új kormányok egyrészt túlköltekkeztek, másrészt a nemzetközi vállalatok és bankok adóerő-képességük alatti adóztatását érvényesítették. A 2002-es kormányváltás és 2010 között a GDP-arányos államadósság 53,6 százalékról 85,3 százalékra emelkedett. Ez önmagában is igazolás arra, hogy a 2010-ig vitt neoliberális gazdaságpolitika nem volt folytatható. Időközben 2002 és 2010 között az államháztartás lokális alrendszerében és a családok szintjén is egy gyors, de 2008-ra<sup>5</sup> már kezelhetetlenné vált adósságállomány halmozódott fel. Magyarországon is az a jelenség játszódott le, hogy a minimálisan gazdaságbefolyásoló, piaci szereplőket nem megfelelően koordináló, alacsony mértékben szabályozó és ellenőrző neoliberális gazdaságpolitika következtében előálló államadósság-növekedés egy idő után decentralizációs folyamatot generál, lehetővé teszi, sőt rákényszeríti az önkormányzatokat és a lakosságot az eladósodásra. *(Lásd 1. ábra)*

Az államháztartáson belüli önkormányzati alrendszer irányába jelentős feladatdecentralizáció indult el a központi költségvetési szektorból az 1990-es évek elejétől. A feladatok letelepítését azonban nem követte a központi források decentralizációja, főleg reálértékben nem, így az ezredfordulóra jelentős működési hiány alakult ki a lokális államháztartási alrendszerben. A hiány államháztartáson belüli decentralizációja általánossá vált, majd az államháztartás adósságállománya is decentrali-

## AZ ÁLLAMADÓSSÁG GDP-ARÁNYOS MÉRTÉKE MAGYARORSZÁGON, 1998–2015



Forrás: MNB adatok alapján, 2015

zációs vákuumba került. Az együttes hitel- és kötvényállomány értéke a 2007. évi 491 milliárd forintos szintről 2010-re, a két és félszeresére, 1247 milliárdra emelkedett. 2008–2010-re az adósságot keletkeztető neoliberális gazdaságfilozófia alkalmazása az államháztartás második szintjén is kudarcot vallott. Tettes és visszafizethetetlen, jobbára devizaalapú adósságállomány halmozódott fel. Különösen a 2004-től megindult európai uniós beruházások saját erő részének biztosítására vettek fel hiteleket a települések.<sup>6</sup>

A központi, illetve a települési önkormányzati rendszerben előálló hiány, illetve a deficit halmozódása, az államháztartási adósság, a rosszul szervezett állam működés következménye, amely nemzetközi jelenség. A gyenge hatékonyságú állam működés közegében az állam nem képes polgáraitól megfelelően gondoskodni, így a részükre munkát és „elvárt” jövedelmet

biztosítani. Ennek kompenzálását a kormányok és jegybankok által „engedélyezett”, szabályozott, megtűrt kereskedelmi banki-lakossági hitelek biztosítják egyre nagyobb mértékben. Ahogy gyengül az állam működés, és következtében nő az államadósság, ezzel párhuzamosan emelkedik a lakosság hitelállománya.

## ADÓSSÁGCSAPDÁBA KERÜLT HÁZTARTÁSOK

2004 és 2008 között az amerikai lakossági hitelállomány 8000 milliárd dollárról 12 500 milliárd dollár fölé emelkedett<sup>7</sup>, és ez a hitel-dinamika a pénzügyi globalizáció következtében, a világ más országaiban is általánossá vált<sup>8</sup>. A lakossági eladósodási folyamatra Magyarországon a tervgazdasági rendszerben frusztrálódott lakosság permanens fogyasztói

„paradicsomváró” hangulata és a rendszerváltozás jövedelem felzárkózást nem eredményező ténye is ráerősített.

A gazdasági rendszerváltozás idejére, idején „rommá lőtt” magyar állami vállalatoktól és mezőgazdasági nagyüzemekből másfél millió munkavállaló szabadult fel, lett munkanélküli. Munkaerő-piaci integrációjukat a betelepülő nemzetközi vállalatok mint a nemzetgazdaság termelési gerincévé váló vállalkozások, máig nem oldották meg. Időközben a pénz-, szolgáltató- és termelővállalatok nemzetközi térben történő széttelepülésével, globalizálódásával a favorizált társadalmi modellek<sup>9</sup>, a fogyasztói társadalom eszményképe, és a fogyasztás kereskedelmi hitelekkel történő amerikai finanszírozási modellje<sup>10</sup> is világ-jelenség-gé vált.

A feltörekvő, fejlődő országokban is alkalmazott neoliberális gazdaságpolitika – a belőle adódó deficitese államműködés és államadósság – a társadalom tagjainak jövedelem-színvonalát azonban nem zárkóztatta fel a „nyugati” világ szintjére. Az Európai Unió tagállamaiban vizsgálva a jelenséget, máig szembeötlő az a leszakadás, amely az egy munkaóra jutó béreket jellemzi a magánszektorban a nyugati magországi és a keleti uniós államok összehasonlításában. 2012-ben az EU 27-ben az egy munkaóra jutó bér 23,50 euró volt, az euróövezetben pedig 28,20 euró. Svédországban 41,90, Franciaországban 34,90, Németországban 31 euró. Magyarországon mindössze 7,9 euró, de tőlünk keletebbre, Romániában 4,5 euró, míg Bulgáriában mindössze 3,7 euró. A magyar keresetek tehát a monetáris zóna átlagától 72 százalékkal, a svéd munkajövedelmektől 81 százalékkal, a német adatoktól pedig 74,5 százalékkal maradtak el<sup>11</sup>.

Mindeközben a magyar lakosság fogyasztási hajlandósága, annak jellege, mértéke, célcsoportja, intenzitása ugyanaz, mint a német vagy skandináv társadalmaké. A munkajövedelmek és a fogyasztási igények közötti űrt lett volna

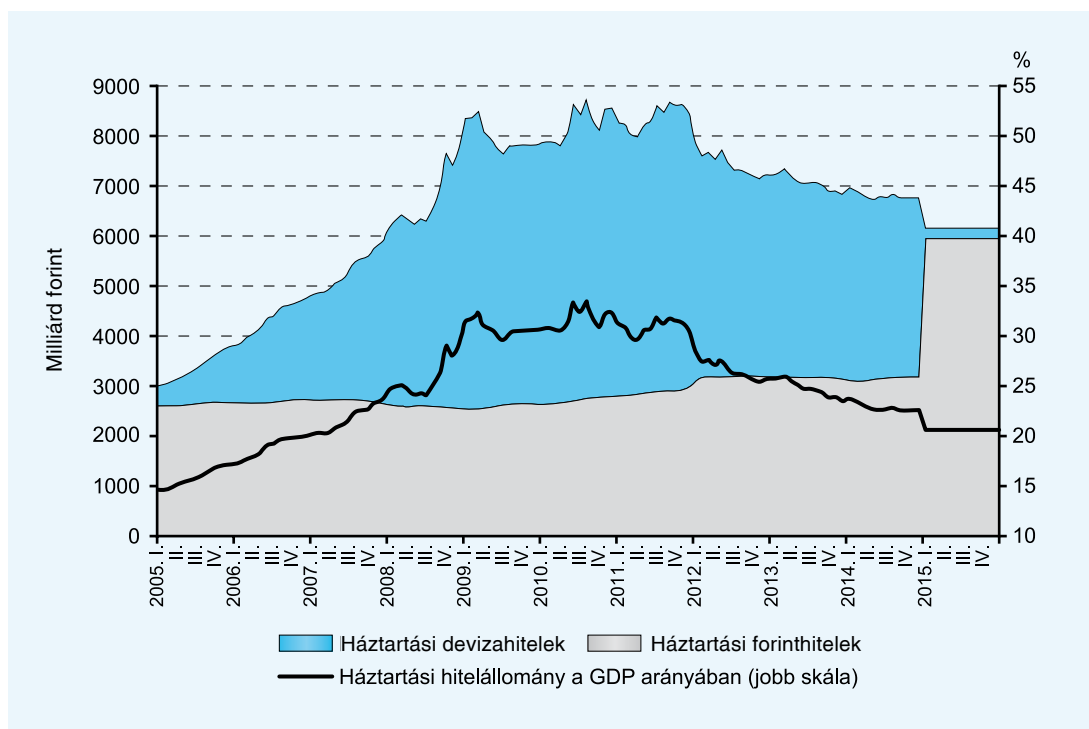
hivatott betölteni, pontosabban szólva csak enyhíteni, a szociális jóléti rendszer, amely azonban az állami és lokális költségvetés pénztelensége, sőt növekvő deficitje következtében erre nem képes. Ennek áthidalására ezt a hiányzó fizetőképes keresletet egészítette ki a magyar pénzpiacra is a lakosság irányába aktivizálódó kereskedelmi bankrendszer a speciális devizahitel csomagjaival. A fogyasztási hajlandóság kielégítését nem munkaalapú jövedelmekkel, hanem hitelekkel oldották meg.

A 2002 és 2010 közötti instabil állami pénzügyi környezetben a lakosság készpénz- és betétállománya 95,6 százalékkal nőtt<sup>12</sup>, míg a hitelállománya az öt és félszeresére bővült és megközelítette a 11 ezer milliárd forintot<sup>13</sup> – miközben egy „szolid” inflációs pálya érvényesült, 3,5 és 7,9 százalékok közötti intervallumban. A lakossági hitelállomány főbb összetevőit vizsgálva a szabad felhasználású jelzáloghitelek értéke a 2005. évi 388 milliárd forint állományadatáról 2010-re 2556 milliárdra nőtt, vagyis több mint 6 és félszeresére. A háztartásoknak nyújtott fogyasztási hitelek 2004 és 2010 között 495 százalékkal nőttek. A 2010-es 3130 milliárd forintban kimutatott állományadatnak a 68,4 százaléka jelzáloghitel volt. A magyar lakossági hitelezésben a devizahitelezés meghatározó szerepet töltött be. Lásd a 2. ábra adatait.<sup>14</sup>

A lakossági, illetve az önkormányzati szektor devizában nyilvántartott eladósodásának a megengedő állami szabályozáson túl a kamatlábak devizák javára történő elbillenése is jelentős szerepet játszott.<sup>15</sup>

A nemzetközi pénzügyi krízis következményeként elsősorban a forint gyengülése a svájci frankkal és az euróval szemben emelte meg a devizában eladósodott háztartások, önkormányzatok, vállalatok<sup>16</sup> törlesztőrészeit, ami az egyébként is magas munkanélküliséggel, alacsony bérszínvonallal terhelt időszakban és eladósodott államháztartási körülmények között különösen sokkoló volt. A Magyaror-

## A MAGYAR HÁZTARTÁSOK DEVIZAKITETTSÉGÉNEK VÁLTOZÁSA A KONSZOLIDÁCIÓ ELŐTT ÉS A KONSZOLIDÁCIÓ UTÁN (2005–2015)



Forrás: Magyar Nemzeti Bank adatai alapján, 2015

szágon megvalósult devizahitelezés alapvető problémája, hogy mind a kínálati, mind a keresleti oldalon kellő önmérséklet nélküli, az adósok hitelerő-képességét figyelmen kívül hagyta.

### FELELŐSSÉG-RENDSZERTAN ÉS KOCKÁZATOK – ELVESZETT ILLÚZIÓK

A devizában történő állami, önkormányzati és lakossági eladósodás általános hitelfüggőségen túli problémája akkor következik be, ha az adósok devizabevételei elapadnak, vagy azzal egyáltalán nem rendelkeznek és időszerűvé válik a visszafizetés. Ezen esetekben a devizában történő törlesztés, főleg ha az a nemzeti valuta leértékelődésének időszakában történik, súlyos adós-

ságszolgálati, sőt többletkigazdálkodási terhet ró az adósra. A magyar állam szocialista tervgazdasági rendszerben történt devizaeladósodása az ipar és a mezőgazdaság exportteljesítményének meggyengülésétől okozott nehézségeket,<sup>17</sup> Az önkormányzatok és a lakosság devizaalapú bevételekkel nagyon kismértékben rendelkezett, jóformán alig. A türelmi idő letelte utáni hitelvisszafizetés az adós, de a hitelező fenntartható gazdálkodását jelentős mértékben befolyásolja, az elmaradás láncreakciószerű, nemzetgazdasági instabilitási hatásokat okozhat.

A hitelezés vonatkozásában kialakuló státusz kifejezetten piaci jellegű. Jelentkezik a hitelkereslet, vagyis a hitelt felvenni szándékozók igénye, és vannak hitelvállalatok, akik a hitelt nyújtják. A piaci jelleget tekintve tehát a hitelpiacon a kínálatot megtestesítő bankok és

a keresletet megjelenítő – növekvő igényű – háztartások, illetve más hiteligénylők állnak. A hitelkínálatot, a hitel dinamikáját és denomináltságát az állam mikroprudenciális és makroprudenciális hatásain keresztül szabályozza, ellenőrzi vagy éppenséggel azt az elvet követi, hogy nem vagy minimális mértékben avatkozik<sup>18</sup> a folyamatok befolyásolásába, kontrollálásába. Lényeges azonban, hogy a piac működésébe való be nem avatkozásért, sőt a hitelt igénylők hiteleroő képességét meghaladó „öntörvényű” hitelezési folyamatok kialakulásáért, megtűréséért is az állam visel elsődleges felelősséget. Tehát a szabályozás vagy nem szabályozás felelőssége egyaránt az államé. A neoliberais elveket valló kormányok és felügyelő hatóságaik működésében rendszerszinten, a rendszer lényegét adva jelenik meg a piaci folyamatokba történő bele nem avatkozás. Az amerikai másodlagos jelzálogpiacoktól, a svájci frankban elszámolt közép- és kelet-európai devizahitelekig bezárólag a rendszer a nem kellő szabályozás következtében omlott össze. A válság a piaci szereplők legérzékenyebb pontjánál, a háztartások hitelezésénél alakult ki első körben. A krízis a rendszer jellegéből adódott, és ennek következménye, hogy másodlagos jelzálogpiaci vagy akár bankválságnál többről van szó. A minimális mértékben szabályozó és ellenőrző, a piaci automatizmusoknak túlzott teret engedő neoliberális rendszer rendszerválsággal állunk szemben.

A neoliberális rendszer gyenge szabályozásán és ellenőrzésén túlmenően felelősség terheli a bankokat, de a keresleti oldalt megtestesítő családokat, háztartásokat is, akik a reálisan várható jövedelemalakulásukat felülmúló mértékben vettek fel hiteleket, vállaltak hiteltörlesztési kötelezettséget. Felelősség terheli, a kezdeti stádiumhoz visszatérve, az eladósodó kormányokat, amelyek a deficitet termelő gazdaságpolitikai rendszerben működtek, majd a túlzott mértékű hitel felvételének szabályozási lehetőségeit megteremtették,

sőt a túlhitelezést nem korlátozták. Az önkormányzati és lakossági adósságprobléma kialakulása tehát hármass felelősségi rendszerű,<sup>19</sup> amelyben nem a keresletet, hitelkérelmeket előterjesztőké a fő felelősség. Az állam tartós hitelfelvevői pozícióba kerülése az alkalmazott neoliberális gazdaságpolitika vagy afelé való konvergálásának<sup>20</sup> közvetlen következménye, amely további belső rezidensekre is áttevődik. A hitelfelvevői pozícióban lévők felelőssége – akik alacsonyabb szintű rendszerátlátással, és szerény banki ismeretekkel rendelkeznek – mindeközben jelentősen csökken a hatóságok és a bankok problémákat elfedő kommunikációja és agresszív, hitelexpanzióban érdekelt üzletpolitikája következtében.

A devizahitelezés magyarországi elterjedésének bázisvalutája a svájci frank volt. Az évszázadok óta háborút nem viselt, gazdag és jólétét alapvetően bankjainak köszönhető alpesi ország törvényes fizetési eszközében kötöttek a devizahitel szerződések. A hiányos pénzügyi kultúrával rendelkező magyar lakosság a svájci frankban a biztonságot látta, így a bankok elmaradó felvilágosító tevékenysége és a lakosság hitelmohósága következtében a devizahitel-szerződések tömegessé váltak. A 2004-ben, majd 2006-tól is politikai válsággal küzdő kormányzó erőknél a szabályozási tevékenysége nem terjedt ki a lakossági csoportok hiteleroő-képességéhez, jövedelméhez, és a fedezetek mértékéhez igazodó feltételek kialakítására, a bankoktól ennek megkövetelésére.

Tetézte a problémát, hogy a 10–30 éves futamidőre nyújtott svájcifrank-elszámolású hiteleknek nem volt folyamatos, 10–30 évre forrás lefedést biztosító futamidejű banki forrásállománya,<sup>21</sup> és jellemzően svájci frankban denominált forrásoldali, azaz mérlegen belüli fedezete.<sup>22</sup> A kritikus időszakban, 2004 és 2008 között a svájci frank monetáris bázisállománya alig változott, amely arra engedhet következtetni, hogy a kelet-európai térségben, de főleg Magyarországon kibontakozó svájci-



frank-elszámolású hitelláznak a fedezeti oldala – a svájci központi bank adataiból lekötve – a monetáris hatóság által kontrollált svájci frank jegybankpénzben aligha volt biztosított.<sup>23</sup>

A devizahitelt felvevő magyar háztartások jelentős része hazai valutában hitelképtelen volt (lett volna), ezért nem is kaptak forint-hitelt. Ezt már csak annyival kell kiegészíteni, hogy természetesen nincs olyan tartós, banktechnikai megoldás, amivel a hitelképtelen ügyfél hitelképesse válhatna – különös nem azáltal, hogy a hitel devizaneme megváltozik. Ezt az ellentmondást azonban a hitelközvetítők erős hiteltermék-eladási kampánya, a banki hitelvizsgálati mutatók elavultsága és lazasága, továbbá a bankok üzleti érdeke, és – nem elhanyagolhatóan – a hiteléhes ügyfelek saját hitelérő képességük vonatkozásában tett felületes értékítélete, no és a nem szabályozó, a bankok és az ügyfelek – átmeneti – gyarapodásában érdekelt állam összefüggően, egymást erősítve, egymásnak szemet hunyva éveken át „sikeresen” hidalta át. Bebizonyosodott azonban, hogy hitelből nem lehet tartós gazdaságot építeni, tartós jólétet létrehozni, még a háztartások szintjén sem.

## AZ ADÓSSÁGKONSZOLIDÁCIÓ LOGIKÁJA ÉS EREDMÉNYEI

2008 őszére az állam, az önkormányzatok és lakosság adósságállománya kezelhetetlenné vált, egyrészt a magas adósságtömeg, másrészt annak devizadenomináltsága okán. A kormányváltást, a 2010 nyarat követő időszakban, első körben a központi költségvetés, majd a társadalombiztosítási rendszer összeomlásának kivédése állt az intézkedések középpontjában. A fiskális konszolidáció 2013-ra történt meg, Magyarország kikerült az Európai Unió túlzottdeficit-eljárása alól.<sup>24</sup> Lényegében ezt követően erősödött fel a devizahiteles önkor-

mányzatok és háztartások kimentési folyamata<sup>25</sup>, amelyek Magyarország nemzetgazdasági szektorok szerinti csődkockázatát<sup>26</sup> mérsékelték.

A piaci szereplők és az államháztartás egészének működőképes állapotban tartására a magyar kormány a pénzügyi viszonyokat direkt módon befolyásoló, szabályozó és ellenőrző szerepbe lépett. A neoliberális piacgazdasági modell uralkodó eszméje – miszerint a piaci szereplők képesek az önszabályozásra, ágazati szabályozásra, az egyensúly megteremtésére – helyett az állam aktív gazdaságbefolyásolóként van jelen. Szabályozza és ellenőrzi a piaci szereplők működését. Enyhít a Washingtoni Konszenzus érvényesítésén. Nemzeti vagyongyarapítására törekszik, irányítást centralizál, piaci folyamatokat állami eszközökkel befolyásol.

A kormány a hiány és az államadósság megfékezését tehermegosztó fiskális politikával kezeli. Az adósságszabályt az alaptörvénybe és az alá rendelt sarkalatos törvényekbe iktatta. Az önkormányzatok 2011 és 2014 között végbement állami konszolidációjával az államcsődmentés egy újabb államháztartási szegmensben is bekövetkezett. Az állam ezzel együtt, illetve ezt követően a háztartások részére az általános jövedelemgyarapodás biztosításán túl, adminisztratív úton a törlesztő részletek csökkenését szorgalmazó pénzügyi intézkedéseket tett<sup>27</sup>. A magyar kormány mindhárom szegmensben konszolidálónként lépett fel. Sőt, az önkormányzati adósságátvállaláson és a lakossági hitel-törlesztőrészletek visszafizetési ütemük és mértékük állami koordinációján<sup>28</sup> túl a devizahitelben eladósodott vállalatok devizahiteleinek lecserélésével és a beruházási keretek elindításával, a Magyar Nemzeti Bank Növekedési Hitelprogramján<sup>29</sup> keresztül, nemcsak az adósok, hanem a bankok likviditási helyzete is javul. A magyar kormány az állam működését ellehetetlenítő valamennyi területen (államháztartás, üzleti vállalkozások,

háztartások) a szektorcsődveszélyt és ezzel az államcsőd veszélyét felszámolta.<sup>30</sup>

A lakossági devizahiteles szegmens csődhelyzetének végleges elhárításában a Magyar Nemzeti Bank új típusú társadalmi felelősségvállalási programja mutatkozott meg. 2014 őszén a devizaelszámolású hitelek kivezetésére a központi bank eladási tendereken – a devizatartalékok terhére<sup>31</sup> – megteremtette a fogyasztói deviza- és devizaalapú jelzáloghitelek gyors és rendezett forintosításának lehetőségét.

2014. szeptember végén a fogyasztói deviza- és devizaalapú jelzáloghitel állomány a bankrendszerben 3350 milliárd forintot (10,8 milliárd eurót) tett ki, amely az ügyfelekkel való elszámolás után több mint 500 milliárd forinttal (1,7 milliárd euró) csökkent. Ez azt jelenti, hogy a forintosítás 9 milliárd euró értékű állományt érintett. Ugyanakkor a szóban forgó hitelállomány mögött több mint 1,56 milliárd euró (480 milliárd forint) volt az elszámolt értékvesztés, amiből az MNB számításai szerint az elszámolások miatt csaknem 0,4–0,6 milliárd euró (120–180 milliárd forint) felszabadítására kerülhetett sor. Mindebből következően a bankok forintosításhoz kapcsolódó fedezeti igénye 8 milliárd euró körüli összegre tehető. A magyar központi bank tenderén allokált 7,83 milliárd euró tehát azt jelenti, hogy a bankok a forintosításra kerülő devizahitel-állományt szinte teljes egészében fedették. A jegybanki tender révén lehetővé válik a fogyasztói deviza- és devizaalapú jelzáloghitelek kivezetése.<sup>32</sup>

Az MNB devizanyújtó programját úgy alakították ki, hogy lefedje a bankok devizaigényeit, és emellett a keretösszegek teljes kihasználása esetén se veszélyeztesse a jegybanki tartalék optimális szintjét.<sup>33</sup> Ez utóbbira az jelent garanciát, hogy a jegybank által rendelkezésre bocsátott eszközök egyrészt mérséklik a rövid lejáratú külső adósságot és így a jegybanki devizatartalék-igényt, másrészt a devizatartalékok az elkövetkező 3 évben meg-

felelően szétterített, fokozatos felhasználásával biztosítják a bankok számára a forintosításból származó devizakeresletük kielégítését.

A devizahitelek tényleges, formális forintosítására 2015 tavaszán került sor. Az euróvásárlásokkal a kereskedelmi bankok fedték az átváltásból eredő árfolyamkockázatukat, amely a folyamatos bankműködés szempontjából elengedhetetlen. Az árfolyam megállapítása<sup>34</sup> az euró esetében 308,97 forint volt, míg a svájci frank esetében 256,6 forint. A kivezetési árfolyamértékek ugyan magasabbak voltak, mint a 2002–2008<sup>35</sup> közötti felvételi árfolyamok, ám a kormány és a jegybank célja a lakossági devizahitel mentésen túl egyidejűleg és szükségszerűen a bankok pénzügyi pozícióinak konszolidált állapotba juttatása is volt, vagyis a magyar közpénzügyi kormányzás komplex konszolidációt hajtott végre, amelyet a fair bankokról szóló törvény és a bankok indokolatlan szerződésmódosításaiból adódó károk helyretételi kötelezettsége erősített.<sup>36</sup>

A fiskális és a rásegítő monetáris hatóság nem szorítkozhat a jövőben is konszolidációs, kimentő tevékenységre, annak közvetlen vagy közvetett megvalósítására. Tény azonban, hogy az állam az évtizedeken át tartó gyenge hatékonyságú működésének finanszírozására (nem beruházásokra) vett fel hiteleket. Az önkormányzatok és a lakosság pedig ugyancsak közvetlen hozadékot elő nem állító konstrukciók miatt adósodott el egy neoliberális, megengedő és tehetetlen piacgazdasági közegben, amelynek rendszerjellegéből adódott az állami adóbevételek, illetve a munkajövedelmek redukálódása, így a deficit és az adósságtermelésre való „hajlam” szétterítése még a lakosság irányába is. A tömeges kimentés szükségessége egy összeomlás előtti időszakban azonban vitathatatlan<sup>37</sup>. A devizahitelben eladósodott piaci szereplők, családok, önkormányzatok nem elsődlegesen felelősek az eladósodott helyzetükért. A neoliberális pénzügyi közegben nem a kimentésre szoruló intézmény és



háztartás okolható a csődhelyzet bekövetkezéséért, hanem az azt előidéző gazdaságpolitika<sup>38</sup>. Az eladósított intézményekért, társadalmi csoportokért viszont az aktív szerepkörbe lépő kormánynak kellett felelősséget vállalnia<sup>39</sup>. A csődbe ment intézményekkel, háztartásokkal szemben kemény, bigott, normatív költségvetési korlátot alkalmazni, hagyni őket teljesen ellehetetlenülni, az államműködés felbolydulásához, a társadalmi, majd a jogrend felbomlásához vezetett volna. A kormány miután a sikeres fiskális konszolidációt végrehajtotta, további intézményei és társadalmi csoportjai segítségére sietett.

## EPILÓGUS

2015. január 15-én a Svájci Nemzeti Bank feladta az euró árfolyamának ingadozásával szembeni védelmét. Ennek hatására a világ pénz- és tőkepiacain jelentős árfolyamkilengések kezdődtek. A svájci frank euróval szembeni árfolyama pillanatok alatt 1,2-ről 0,8052-ig „repült”, a forint/svájci frank árfolyam pedig a 250–260-as sávból, 378-ig, de rövid időre – magánváltóknál – 400 forint fölé is emelkedett.<sup>40</sup> Tehát a sáveltörlés a svájci frank további erősödését, míg az euró, de különösen a forint jelentős gyengülését hozta, amely súlyos következményekkel járhatott volna a svájci frankban eladósodott magyar családoknak és önkormányzatoknak, ha nem történik meg az állami konszolidációjuk.

Előzményként: 2011. szeptember 16-án döntött úgy a Svájci Nemzeti Bank, hogy a svájci frank euróval szembeni árfolyamát 1,2-es szinten rögzíti: vagyis, ha sávhatár közelébe ért az árfolyam a jegybank frankeladásba kezdett. 2015. év elejéig a svájci nemzeti valuta folyamatos erősödési nyomás alatt állt, így a svájci központi bank trezorjában folyamatosan emelkedett az eurótömeg, amely azonban az amerikai dollárhoz képest jelentős árfolyam-

romlásra ment keresztül. Így lényegében egy értékvesztő fizetőeszköz megszerzésével tudta a Svájci Nemzeti Bank a frank még jelentősebb felértékelődését elkerülni. Az Európai Központi Bank 2012 nyara óta lebegtetett mennyiségi lazítási politikájának érvényesítése azonban egyre időszerűbbé vált, ami további eurógyengülést, egyidejűleg svájcifrank-erősödést eredményezett volna. 2015. január 14-én az Európai Bíróság úgy foglalt állást, hogy az EKB tervezett kötvénykibocsátásának nincs akadálya. A döntés után valószínűsíthető volt a mennyiségi lazítási program elindítása,<sup>41</sup> miközben, a svájci központi banknak sem állt érdekében, hogy a végtelenségig interveniáljon, azaz áldozatokat hozzon az európai monetáris zóna érdekében.<sup>42</sup>

A svájci intervenció sáv eltörlése a hozzávetőleg 20 milliárd svájci frankot kitevő kitettség változatlan fennállása esetén katasztrofális hatású lett volna a magyar hitelpiacra<sup>43</sup>. A lakossági, vállalati és önkormányzati kitettség<sup>44</sup> megszűnése, kormányzati és jegybanki kivédése okán azonban már nem érintette a svájci döntés a magyar gazdasági szereplők többségét. A magyar kormány és jegybank az elmúlt években tudatosan törekedett az államháztartás, a vállalatok és a háztartások devizakitettség csökkentésére. A magyar közpénzügyi rendszer bizonyította a törésállóságát.

Ugyanebbe a sorba illeszkedik a jelzáloghitelek forintosítása után is fennmaradt lakossági devizahitel-állomány teljes megszüntetésére irányuló kormányzati és jegybanki törekvés. A devizában eladósodott autóhitelek és a devizában denominált személyi hitellel rendelkezők „kimentését” szolgálja, hogy az MNB és a kormány 2015 nyarán döntést hozott ezen hitelek forintosításáról is, amivel a magyar pénzügyi rendszerből gyakorlatilag teljesen eltűnhetnek az árfolyamkockázat miatt rendkívül kockázatos és ezzel a pénzügyi, valamint társadalmi stabilitást is veszélyeztető lakossági devizahitelek.

A devizahitelek kivezetése érdemben csökkenti a magyar gazdaság külső sérülékenységét, ami nemzetgazdasági érdek. Ezt erősíti az állam külső adósságának mérséklése is, amit a jegybank önfinanszírozási programja támogat. A devizakitetttség mérséklődésében az államháztartási és

lakossági devizahitel-állomány konszolidálása, a túlzott költségvetési deficitet keletkeztető folyamatok megállítása, illetve a hazai lakosság állampapír-piaci aktivitásának megemelkedése, az államadósság belülről<sup>45</sup> történő finanszírozása, vagyis az önfinanszírozás<sup>46</sup> erősödése áll.

## JEGYZETEK

<sup>1</sup> Jelen kézirat a szerző A túlhitelezés globalizálódása a világban és Magyarországon című könyvfejezetének, illetve a Nemzeti Közszerzői Egyetem Ludovika Szabadegyetemén megtartott Devizahitelezés: áldás vagy átok? című előadásának szerkesztett, kibővített, aktualizált változata. (In: A devizahitelezés nagy kézikönyve. Nemzeti Közszerzői és Tankönyv Kiadó, Budapest, 2015)

<sup>2</sup> Ez után volt egy kisebb korrekció, 2014 őszére a német államadósság a GDP 75 százaléka alá süllyedt.

<sup>3</sup> Matolcsy György megfogalmazásában: Az 1974–2014 közötti négy évtized során a magyar gazdaság egyik legjellemzőbb vonása volt a tartós pénzügyi egyensúly hiánya. Matolcsy, 2015. 15. oldal

<sup>4</sup> Hatásait máig érezzük, hiszen a bruttó finanszírozási igényünk a GDP százalékában 2014-ben 23,8 százalék, 2015-ben 19,6 százalék. Ugyanebben az időszakban Egyiptom: 45,5–45,1 százalék, Pakisztán 29,2–30,6 százalék. A feltörekvő piacgazdasági rangsorban utánuk Magyarország következik. Hozzánk legközelebb Horvátország és Ukrajna áll. 19,7–19,3 illetve 16, –16,3 százalékokkal. IMF-adatok alapján.

<sup>5</sup> 2008 őszén Magyarországot az IMF, WB és ECB 25 milliárd dolláros hitele mentette meg az államcsőd-től.

<sup>6</sup> Az önkormányzati eladósodás és konszolidáció részletes leírását lásd: Lentner, 2014 (Pénzügyi Szemle)

<sup>7</sup> A válság hatására 2013 közepéig nominális csökkenést volt tapasztalható, majd enyhe emelkedésnek

indult a lakossági hitelállomány. 2014 végén több mint 11 800 milliárd dollárral tartoztak az amerikai háztartások, ami még mindig csaknem 7 százalékkal elmarad a 2008-as rekordértéktől.

<sup>8</sup> Lásd részletesen: Lentner, 2013. I. fejezet

<sup>9</sup> Open Society, a nyitott társadalom eszményképe.

<sup>10</sup> Lásd Lentner, 2013. I. fejezet

<sup>11</sup> Kormányzati oldalról ezt enyhíti a személyijövedelemadó-mérték 36 százalékról 16 százalékra, majd 2016-ra 15 százalékra mérséklése, illetve a lakossági közüzemi díjak befagyasztása, majd csökkentése, 2010-től, illetve 2013. január 1-jétől. A kormány üzleti szektorbeli bruttó bérek alakulására ható jogköre korlátozott, de az effektív fizetőképes kereslet-növekedést generáló fiskális szabályozással enyhíteni kívánja a jövedelemdiszparitást a magyar és nyugati bérek vonatkozásában.

<sup>12</sup> MNB statisztikákból kigyűjtött adatok.

<sup>13</sup> Az MNB háztartási statisztikáiból történt adatkutatások szerint 10 587 milliárd forintról van szó.

<sup>14</sup> Az ábrán jól látható a 2014-ben törvényi szintre emelt forintosítás hatása.

<sup>15</sup> A devizahitel felvételtörvényi kamatlábak és a devizaárfolyamok kondicionálásában a kormány és a bankfelügyelet mellett jelentős szakmai felelősség terheli a jegybank korábbi vezetését is. Monetáris eszközök álltak rendelkezésre a jelentős differenciát mutató

kamatlábak kiegyenlítésére, egymáshoz történő közelítésére.

<sup>16</sup> A vállalati kör eladósodásának elemzése nem tárgya e dolgozatnak, azonban már itt említésre kerül, hogy az üzleti szektor devizahitel-állományának forint-hitelekkel történő lecserélésére – jelentős mértékben – az MNB Növekedési Hitelprogramja keretében került sor.

<sup>17</sup> Különösen annak okán, hogy a felvett hitelek jobbra nem az exportképes árualapok termelésére fordítottak, vagy rossz hatékonyságú beruházásokat valósítottak meg belőlük, illetve a teljes foglalkoztatás és anyagi biztonság teremtés célzatával munkajövedelmekbe és állami szubvenciókba áramlottak ki.

<sup>18</sup> Free banking szemlélet a bankok mint piaci szereplők függetlenségét hangsúlyozza, amely szerint a piaci szereplő képes az egyensúly megteremtésére, váltságok, piaci aszimmetriák elkerülésére. Ez a felfogás vallott teljes kudarcot 2007-re az Egyesült Államokban, 2008-ra a kontinentális Európában, Magyarországon is.

<sup>19</sup> Lásd bővebben: Kolozsi – Lentner – Tóth, 2010. Továbbá: Lentner, 2013. I. fejezet

<sup>20</sup> A tervgazdasági rendszer belső erőforrás-tartalékaiknak kimerülésével, illetve azt áthidalandó céllal indult meg a külső hitelfelvétel, amely később az IMF, WB részéről neoliberális gazdaságpolitikai elvek érvényesítését egyre erősebb várta el.

<sup>21</sup> Az amerikai másodlagos besorolású jelzáloghitelek mögött sok esetben rövid futamidejű fedezeti ügyletek álltak. A mintájukra kialakuló magyarországi devizaelszámolású hitelezésnél a bankok a kihelyezett hitelek mögé sem futamidőben, sem svájci frankban nem tudtak optimális fedezetet tenni, bár igaz, más jellegű fedezeti ügyleteket kötöttek.

<sup>22</sup> Szubjektív kutatói koncepcióm: a problémák kialakulásában a konkrét CHF-fedezetlenség elma-

radása jelentős szerepet játszott. Nem vitás, hogy a CHF-elszámolású hitelek mögé rendelték forrást (de nem CHF-et) a kereskedelmi bankok, ám a hosszú futamidejű hitelkonstrukcióhoz történő optimális futamidejű forrásfedezet biztosítás elmaradt, amely a források 2007 utáni drágulása után katasztrofális hatásokat keletkeztetett a bankoknál, amelyek igyekeztek a drágább forrásbeszerzés költségeit a hitelfelvevőkre áthárítani.

<sup>23</sup> Ennek komplex magyarázata a Devizahitelezés Nagy Kézikönyve című könyv I. fejezetében történik meg, Lentner, 2015.

<sup>24</sup> 2004-óta, tehát az EU-tagság kezdetétől 9 éven át az EDP hatálya alatt állt Magyarország.

<sup>25</sup> A háztartási oldalhoz tegyük hozzá: permanens lakossági devizahiteles mentőcsomagok és intézkedések 2011-től, illetve a pénzügyi fogyasztóvédelem megerősítése jelentik az állam részéről a konszolidációt. Másrészt, a lakossági tiszta, háztartásoknál maradó jövedelemszint emelése a konszolidáció másik (fő) oldala.

<sup>26</sup> Az államcsőd veszély területeit és kivédését lásd Lentner, 2014 (Pénzügyi Szemle).

<sup>27</sup> Előtörlesztés, árfolyamgát, bankok elszámoltatása. Kilakoltatások leállítása. Tisztességtelen szerződések felülvizsgálata. 2014. évi XL. törvény (úgynevezett elszámolási törvény), amelynek alapján a bankoknak el kell számolniuk ügyfelekkel az árfolyamrés semmissége és az egyoldalú szerződésmódosítások miatt keletkezett túlfizetéseket. A Magyar Nemzeti Bank (MNB) rendelete, amely az elszámolás részletes módszertanát tartalmazza. Érdemes megjegyezni: a lakossági hitelszerződések tisztességtelenségének vizsgálata mellett az önkormányzati hitelszerződések tisztességtelenségét vö. tisztességét is indokolt lenne vizsgálat alá vonni.

<sup>28</sup> Az állami koordináció részének tekintem a törlesztőrészletek, a tőkeösszeg csökkentését is.

- <sup>29</sup> 3250 milliárd forint, amely a magas kockázatú devizahitelek forinthitelre cserélésére, beruházási, tőkepótló hitelek felvételére nyújt lehetőséget az MNB refinanszírozási keretéből. Továbbá 500 milliárd forint az NHP+keretei között a kockázatosabb kkv-k finanszírozására.
- <sup>30</sup> Befejezett állapot nyilván a gazdaságpolitikában nincs. A kevésbé szabályozott úgynevezett másodlagos bankok szintjén mikroproblémák alakultak ki 2015-ben: Buda Cash, Quaestor, Hungária Értékpapír, Széchenyi Bank és néhány takarékszövetkezet, amelyek ugyanakkor nem destabilizálták a bankszekort.
- <sup>31</sup> Az MNB 2014. október 31-i devizatartalék-állománya: 34 218 milliárd euró volt, ami mutatja, hogy a devizahiteles családok kimentésére a fedezet (bőségesen) rendelkezésre állt. Forrás: MNB
- <sup>32</sup> A forintosításról bővebben: Hoffmann – Kolozsi – Nagy, 2014
- <sup>33</sup> A konzervatív devizatartalékolást preferálva a Guidotti–Greenspan-szabályt tekinthetjük mérvadónak. 2015 I. negyedévében a devizatartalék-állomány 37 milliárd eurója bőségesen fedezi a 2011-óta csökkenő rövid lejáratú külső adósságot, amelynek értéke – ugyanekkor – 22 milliárd euró.
- <sup>34</sup> A 2014. november 7-ei hivatalos napi MNB-árfolyamon vagy a 2014. június 16-ai Kúria-döntés óta eltelt időszak átlagárfolyama közül a devizahiteles számára kedvezőbb árfolyamon kötelesek bankok forintosítani a devizahiteleket.
- <sup>35</sup> 2008 ősze ebbe az intervallumba már nem értendő bele, ugyanis a helytelen magyar gazdaságpolitika és a világgazdasági válság együttes hatásai 2008 októberétől a magyar pénzügyi piacokat, árfolyamatokat „felborították”.
- <sup>36</sup> A fair bankokról szóló törvény és az indokolatlan, egyoldalú szerződésmódosítások miatti hitelfelvői kártérítés ugyan anyagilag a bankokat sújtja, korlátozódik a nyers profitszerzései lehetőségeik köre, ám e törvények a bankok etikus üzletvitelének alapjait teremtik meg, amelyek a bankok konszolidációjához nélkülözhetetlenek.
- <sup>37</sup> A 2007-es amerikai jelzálogpiaci válság idején bankok kimentésére (bailout) tömegesen került sor az USA-ban. Sőt, országok is kerültek kimentett helyzetbe: Magyarország 2008, majd például Görögország, Ciprus, Spanyolország, Írország, illetve történik velük szemben a további megengedő fiskális politika lehetővé tétele (lásd Franciaország) a totális összeomlás elkerülése érdekében. Ez folytatódik az EKB 2015. január 22-én meghirdetett QE-eszközvásárlási programjával.
- <sup>38</sup> Ugyanezen logikát követtem az önkormányzati konszolidáció indokoltságát magyarázva, Lentner, 2014. (Pénzügyi Szemle)
- <sup>39</sup> A puha költségvetési korlát (PKK) érvényesítését, azaz adott helyzetben (a korábbi hibás gazdaságpolitika kárainak mérséklését) konszolidációt szorgalmazó és annak megvalósítását helyeslő álláspontom szöges ellentétben áll Kornai Jánoséval, aki szerint a „PKK szindróma betegség”.
- <sup>40</sup> Enyhítő hatás érdekében, a vételi erő tompítására a CHF-bankbetétek után –0,75 százalékos bankbetétek utáni kamatról is döntés született, de a svájci valuta erősödését ez érdemben nem befolyásolta.
- <sup>41</sup> Ez meg is történt 2015. január 22-én, hat nappal a svájci, illetve nyolc nappal az Európai Bíróság döntése után.
- <sup>42</sup> A sáveltörlés a svájci fizetőeszköz erősödését hozta, amely az export szempontjából kedvezőtlen, de Svájc esetében e tétel, a tényezők rangsorában, kezelhető, nem elsődleges fontosságú, ismervé az import és a 30 százalékos körüli adósság mértékét, továbbá a pénzügyi szektora és a CHF nemzetközi értelemben vett domináns jellegét.

<sup>43</sup> Számításaim szerint – a pánikhatásokkal tartósan számolva – a CHF-kitettség 2000 milliárd forint kötelezettségállomány-növekedést is jelenthetett volna.

<sup>44</sup> A 20 milliárd CHF-állományba beleértendő a vállalati devizahitelek értéke is, amelyek kiváltására az MNB Növekedési Hitelprogramja biztosított lehetőséget. A lakossági EUR-hiteleket sem érintette az

árfolyamromlás, mert a forintosítás következtében e tételek már nem álltak fenn, továbbá az önkormányzatok EUR-hitelei is állami konszolidálásra kerültek.

<sup>45</sup> 2010 és 2015 év eleje között ötszörösére nőtt a lakosság állampapír-állománya.

<sup>46</sup> Lásd bővebben: Hoffmann – Kolozsi 2014, Kolozsi, 2014

## IRODALOM

BARTH, J. – LI, T. – LU, W. – PHUMIWASANA, T. – YAGO, G. (2009). *The Rise and Fall of the US Mortgage and Credit Markets: Comprehensive Analysis of the Market Meltdown*. Wiley

BÁNFI T. (2012): A devizahitelezés oka, a beavatkozás lehetősége, módjai. In: Pénzügyi Szemle, Vol. 57. No. 3. 380–391. oldal

DIETRICHSON, J. – ELLEGARD, L. M. (2012): Assist or Desist? Conditional Bailouts and Fiscal Discipline in Local Governments. *Working Paper*. Lund University, School of Economics and Management, Department of Economics

FINK, A. – STRATMANN, T. (2011): Institutionalized Bailouts and Fiscal Policy: Consequences of Soft Budget Constraints. *Kyklos*. Vol. 64. No. 3. 366–395. oldal

GARBER, P. M. (2000). *Famous First Bubbles: The Fundamentals of Early Manias*. Cambridge, Massachusetts: The MIT Press

HOFFMANN M. – KOLOZSI P. P. (2014): A önfinanszírozó program stabilabb állampapír piacot eredményezett. In: MNB Working Papers, 2014. 7.p. [http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/szakmai\\_cikkek/Devizartalek\\_es\\_serulekenyseg/Hoffmann\\_Mihaly\\_Kolozsi\\_Pal\\_Peter\\_Az\\_onfinanszirozasi\\_program\\_stabilabb\\_allampapirpiacot\\_eredmenyezett.pdf](http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/szakmai_cikkek/Devizartalek_es_serulekenyseg/Hoffmann_Mihaly_Kolozsi_Pal_Peter_Az_onfinanszirozasi_program_stabilabb_allampapirpiacot_eredmenyezett.pdf)

HOFFMANN M. – KOLOZSI P. P. – NAGY M. (2014): A forintosítás időben elnyújtva csökkenti a jegybank mérlegét és így a forintlikviditást. MNB szakmai cikk. Magyar Nemzeti Bank, 2014. [http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/szakmai\\_cikkek/Devizahitel/A\\_forintositas\\_idoben\\_elnyujtva\\_a\\_jegybank\\_merleget\\_es\\_igy\\_a\\_forintlikviditast.pdf](http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/szakmai_cikkek/Devizahitel/A_forintositas_idoben_elnyujtva_a_jegybank_merleget_es_igy_a_forintlikviditast.pdf)

KINDLEBERGER, C. P. – ALIBER, R. Z. (2005). *Manias, Panics and Crashes: A history of Financial Crises* (5. kiadás). Palgrave Macmillan

KOLOZSI P. P. – LENTNER Cs. (2006): A magyar jegybanki szabályozás és monetáris politika az európai integrációs folyamat tükrében. In: Pénzpiacok szabályozása Magyarországon (szerk. Lentner Csaba). Akadémiai Kiadó

KOLOZSI P. P. – LENTNER Cs. – TÓTH G. (2010): A magyar válságkezelés sajátosságai és ellentmondásai. In: EU Working Papers, Vol. 13. No. 1. 3–17. oldal

KOLOZSI P. P. (2014): Stabilabb és olcsóbb finanszírozást hozhatnak az MNB új eszközei. MNB szakmai cikk. Magyar Nemzeti Bank, 2014. június. [http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/szakmai\\_cikkek/Devizartalek\\_es\\_serulekenyseg/Kolozsi\\_Pal\\_Peter\\_jegybanki%20eszkozok.pdf](http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/szakmai_cikkek/Devizartalek_es_serulekenyseg/Kolozsi_Pal_Peter_jegybanki%20eszkozok.pdf)

KOLOZSI P. P. (2015): Útkeresés és megújulás a közgazdasági gondolkodásban. Június, 11. évfolyam, 1–3. szám

KORNAI J. (2014): *A puha költségvetési korlát*. Kalligram Kiadó

LENTNER CS. (2013): A bankszabályozás tudományos rendszertana és fejlődéstörténete. In: Bankmenedzsment – Bankszabályozás – Pénzügyi Fogyasztóvédelem (szerk. Lentner Csaba). Nemzeti Közszerológati és Tankönyvkiadó

LENTNER CS. (2013): *Közpénzügyek és Államháztartás*, Nemzeti Közszerológati és Tankönyvkiadó

LENTNER CS. (2014): A magyar önkormányzatok adósságkonszolidációja. In: Pénzügyi Szemle, 2014, Vol. 59. No. 3. 330–344. oldal

LENTNER CS. (2015): (alkotószervesztő): Devizahitelezés Nagy Kézikönyve, 2015. 613. oldal, (különösen I. és 22. fejezet)

LENTNER CS. (kutatásvezető) (2014): A magyarországi devizahitelezés kialakulása és konszolidálása – nemzetközi összehasonlító elemzések és empirikus kutatások tükrében. Kutatási Jelentés. Nemzeti Közszerológati Egyetem Wekerle Sándor Közpénzügyi Tudományos Műhely

MANOLOPOULOS, J. (2011): *Greece's 'Odious' Debt: The Looting of the Hellenic Republic by the Euro, the Political Elite and the Investment Community*. London: Anthem Press

MATOLCSY GY. (2015): *Egyensúly és Növekedés*. Kairosz Kiadó. MNB, 644. oldal

MIKLÓS G. (2011): A magyar eladósodás és a válság hatásai. Műhely Tanulmány. *Délkelet Európa – South-*

*East Europe International Relations Quarterly*, Vol. 2. No. 7. (Autumn, 2011/3)

ROUBINI, N., – SETSER, B. (2004). *Bailouts or Bail-ins? Responding to Financial Crises in Emerging Markets*. Washington: Institute for International Economics

WILLIAMSON, J. (1990): What Washington Means by Policy Reform. In: Williamson, J. (szerk.): *Latin American Adjustment: How Much Has Happened?* Institute for International Economics. Washington, D. C.

WILLIAMSON, J. (2002): Did the Washington Consensus Fail? *Outline of speech at the Center for Strategic & International Studies*. Washington D. C.

WILLIAMSON, J. (2008): A Short History of the Washington Consensus. In: Serra, Narcis – Stiglitz, Joseph E. (szerk.): *The Washington Consensus Reconsidered – Towards a New Global Governance*, University Press, Oxford

Jövedelemarányos tőketörlesztő részlet és hitelfedezeti arányok szabályozásáról szóló 32/2014. (IX. 10.) MNB elnöki rendelet

Összegzés a helyzeti önkormányzatok pénzügyi helyzetének és gazdálkodási rendszerének 2011. évi ellenőrzéséről. 1282. számú ÁSZ jelentés

The Financial Crisis Inquiry Report. Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis the United States. Official Government Edition. US Congress, Washington DC 2011